



Stratégie monétaire des économies émergentes : les écueils de la dollarisation

Jean-François Ponsot

► To cite this version:

Jean-François Ponsot. Stratégie monétaire des économies émergentes : les écueils de la dollarisation. Colloque International "L'économie politique de la gouvernance", Centre d'Etudes Monétaires et Financières", Laboratoire d'Economie Gestion, Université de Bourgogne, Dijon, 2-3 décembre 2005, 2005, pp.28. halshs-00098285

HAL Id: halshs-00098285

<https://shs.hal.science/halshs-00098285>

Submitted on 25 Sep 2006

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

**Colloque international Economie politique de la gouvernance
DIJON, 2-3 décembre 2005**

**Stratégie monétaire des économies émergentes :
les écueils de la dollarisation**

Jean-François Ponsot*

Résumé :

Cette recherche vise à dégager les implications d'un arrangement monétaire particulier - la dollarisation officielle et intégrale – à partir de l'étude du cas équatorien. Elle montre comment la dollarisation officielle et intégrale a introduit une stabilisation monétaire artificielle et instauré deux niveaux de fragilisation : (1) une insécurité macroéconomique, en raison d'une dynamique des taux d'intérêt et du crédit défavorable aux petites et moyennes entreprises ; (2) une insécurité financière liée à l'absence théorique de marges de manœuvre sur la gestion de la liquidité et le prêt en dernier ressort. L'évolution des prérogatives de la Banque centrale est soulignée, notamment sur la question des mécanismes imaginés par les autorités équatoriennes pour limiter l'influence de l'insécurité macroéconomique et financière. L'impact de ces deux niveaux de fragilisation sur la croissance demeure néanmoins modeste, compte tenu d'un environnement favorable à l'accumulation de pétrodollars. Tant que les recettes d'exportation de pétrole demeureront élevées, les tendances déflationnistes du régime de dollarisation seront atténuées.

Mots-clés : dollarisation, Banque centrale, prêt en dernier ressort

* Laboratoire d'Economie de la Production et de l'Intégration Internationale, Université Pierre Mendès France Grenoble 2. Courriel : jean-francois.ponsot@upmf-grenoble.fr. Ce travail reprend certaines conclusions de la première partie du rapport de recherche post-doctorale effectuée en Equateur en 2004, et financée par l'Institut pour la Recherche de la Caisse des Dépôts et Consignations.

La dollarisation officielle désigne le régime monétaire d'une économie autre que les Etats-Unis dans lequel le dollar américain constitue la monnaie reconnue légalement par les autorités. Il convient de distinguer la dollarisation officielle de la dollarisation officieuse ou *de facto*, situation qui caractérise de nombreuses économies émergentes et en développement où le dollar américain est utilisée de manière spontanée par les agents économiques sans pour autant avoir cours légal. Historiquement, le Panama constitue la première économie officiellement dollarisée (1904). Par la suite, la dollarisation a été l'apanage uniquement de micro-territoires, souvent de type insulaires et plus ou moins rattachés politiquement aux Etats-Unis. L'Equateur (13 millions d'habitants) a été la première économie de taille relativement importante à renoncer à sa monnaie nationale – le sucre – pour prononcer la dollarisation intégrale de son économie, en 2000. Très rapidement, le Salvador et le Guatemala emboîtèrent le pas à l'Equateur — en conservant toutefois leurs monnaies nationales.

Au-delà de la simple nouveauté, l'intérêt suscité par l'expérience de dollarisation équatorienne réside dans les interrogations qu'elle entraîne tant sur le plan institutionnel qu'en matière de politique économique et de théorie monétaire. Pour étudier cette question, nous décrirons tout d'abord, dans la section 1, comment et pourquoi la dollarisation officielle et intégrale s'est imposée comme une solution de crédibilité et de bonne gouvernance monétaire destinée à dépasser la crise bancaire, financière et politique de grande ampleur qu'a connu l'Equateur à la fin des années 1990.

La section 2 a une dimension plus analytique. Elle part du constat suivant : le principal changement lié à la dollarisation en Equateur concerne l'instauration d'une nouvelle forme de gouvernance monétaire s'appuyant paradoxalement sur la disparition de la monnaie nationale – le sucre - et des prérogatives traditionnelles de *Central Banking*. Nous focaliserons donc notre attention initiale sur la Banque Centrale de l'Equateur. Quelle évolution institutionnelle implique la dollarisation ? Quelles sont les nouvelles responsabilités de la Banque centrale ? Quelles sont ses marges de manœuvre en matière de régulation monétaire ? A travers cette dernière interrogation, c'est en réalité la question de la relation entretenue entre la Banque centrale et les banques commerciales équatoriennes qui est posée. Une attention particulière sera accordée au comportement d'offre de crédit des banques et au niveau élevé des taux d'intérêt. Plus généralement, il s'agira d'étudier dans quelle mesure la dollarisation a eu un impact négatif sur la dynamique et la structure du crédit domestique.

La section 3 souligne l'insécurité financière résiduelle de cette forme de gouvernance monétaire en s'interrogeant sur modalités de refinancement et de prêt en dernier ressort dans un contexte de dollarisation officielle et intégrale. Elle met en lumière les mécanismes qui ont été échafaudés en vue de compenser l'absence de prêteur en dernier ressort domestique et évalue leur efficacité sur la stabilité du système financier.

I. JUSTIFICATIONS DU PASSAGE A LA DOLLARISATION

1. *Consensus autour de la crédibilité et de la bonne gouvernance*

La dollarisation officielle et intégrale trouve des justifications à la fois à l'extérieur et à l'intérieur de l'Equateur. Concernant les facteurs externes, il convient de prendre toute la mesure du contexte idéologique qui a influencé la mise en œuvre des nouvelles stratégies monétaires et de change adoptées par les économies émergentes au cours des années 1990. Cette décennie a, en effet, été marquée par un double consensus, sur les plans politique et théorique. Le premier consensus – le fameux « Consensus de Washington » , décrit dès 1989 par J. Williamson - s'appuie sur les prescriptions relatives aux politiques économiques et à la « bonne gouvernance » des économies en développement, défendues par les institutions financières internationales, le Trésor américain et les milieux financiers¹. Fondées sur la mise en application de réformes d'inspiration libérale, le « Consensus de Washington » ne préconisait cependant pas la dollarisation. Il constitue néanmoins un facteur déterminant dans l'apparition de solutions radicales telles que la caisse d'émission argentine en 1991 ou le passage à la dollarisation en Equateur, dans la mesure où ces solutions répondent parfaitement aux impératifs du Consensus de Washington. Ainsi l'adoption partielle (Argentine) ou intégrale (Equateur) de la principale monnaie internationale (le dollar américain) permettent-elles d'accélérer la dynamique d'insertion internationale des économies latinoaméricaines. De même, les régimes de caisse d'émission ou de dollarisation, en affaiblissant le rôle de la Banque centrale, empêchent-ils cette institution de se mettre au service du gouvernement (renflouement des caisses de l'Etat, refinancement laxiste des banques publiques, soutien d'entreprises publiques insolvables) et renforcent-ils les politiques de « bonne gouvernance monétaire », c'est-à-dire des politiques restrictives et anti-inflationnistes.

Le second consensus, lié au premier, est de nature plus théorique. Les solutions de type caisse d'émission ou dollarisation ont connu une popularité croissante dans les cercles académiques au cours de la décennie précédente. Beaucoup d'économistes les considéraient alors comme des solutions radicales pour juguler l'instabilité monétaire et financière de certaines économies émergentes. Cette tendance faisait écho au débat sur les solutions dites en coin (« *corner solutions* ») qui agitaient la communauté scientifique, selon lequel seuls les régimes de change extrêmes (ultra-fixité ou ultra-flexibilité) étaient viables dans les économies émergentes. C'est ainsi que la caisse d'émission (« *Currency Board* »), régime monétaire hérité de l'ère coloniale et reposant, d'une part, sur un ancrage nominal rigide à une devise de référence et, d'autre part, sur une couverture intégrale de la base monétaire par des réserves de change, a-t-il refait surface en Argentine, Estonie, Lituanie, Bulgarie et Bosnie-Herzégovine, entre 1991 et 1997. Les résultats décevants de la caisse d'émission en terme de crédibilité ont alors amené les partisans des solutions en coin à proposer un régime monétaire encore plus radical et « irréversible » : la dollarisation officielle et intégrale. Après avoir éliminé la gestion active du taux de change et la définition des conditions monétaires domestiques avec le *Currency Board*, la nouvelle solution miracle consistait à éliminer purement et simplement la monnaie nationale et à

¹ Voir Graz (2004, p.53).

lui substituer une xénomonnaie (monnaie étrangère). La dollarisation de l'Equateur, au cours de l'année 2000, c'est-à-dire au moment même où la crise argentine débutait, s'inscrit pleinement dans cette logique de fuite en avant vers la recherche de la crédibilité ultime.

2. La crise

Les principales justifications du passage à la dollarisation demeurent néanmoins propres à l'Equateur. L'adoption d'un régime de dollarisation a été la réponse donnée par les autorités équatoriennes à une crise économique et politique sans précédent. Sur le plan économique, le pays a dû affronter la récession, les faillites bancaires et l'amorçage de l'hyperinflation. L'intensification de la crise en 1998 trouve son origine dans l'impact de deux chocs exogènes (le phénomène climatique *el niño* et la sévère chute du prix du pétrole brut, qui représentait 45% des exportations). Le marasme économique ambiant a alourdi les déficits publics¹. Le niveau de la dette externe rapportée au PIB a doublé entre 1996 et 2000, passant de 76,1% du PIB à 154,1% du PIB, ce qui conduira l'Equateur à suspendre unilatéralement le paiement du service de sa dette au cours de l'année 2000. Les fuites de capitaux entraînèrent une chute de la monnaie nationale. Entre janvier 1998 et janvier 2000, le cours du sucre est ainsi passé d'un taux d'environ 5000 sucres par dollar au taux de conversion officiel de 25000 sucres² - retenu pour le passage à la dollarisation. A cela s'ajoute, la profonde crise bancaire qui s'enclenche dès 1998.

Les trois principales causes de la crise bancaire sont :

- l'accroissement du volume des créances douteuses ;
- l'approfondissement de ce que les Equatoriens appellent la « relation incestueuse » entre les banques et les groupes financiers familiaux aux commandes des principales entreprises du pays ;
- les mesures prises dans la précipitation par le gouvernement pour tenter de préserver le système bancaire (taxe de 1% appliquée sur toutes les transactions financières à partir de janvier 1999, fermeture provisoire des banques en mars 1999, gel de 50% des soldes de tous les dépôts pour une durée d'un an à partir de mars 1999).

Malgré la garantie des intérêts des déposants privés, suite à la création de l'Agence de Garantie des Dépôts (AGD), ces mesures ont eu pour effet d'inciter les déposants à se détourner des banques, provoquant une baisse considérable des encaisses bancaires. 16 des 43 banques durent déposer leurs bilans, obligeant le gouvernement à assumer les pleines garanties légales sur les dépôts bancaires, et donc à accroître les déficits publics vers des niveaux records. Toujours pour préserver le système bancaire, la Banque Centrale a fortement accru l'émission de liquidité sur le marché. La base monétaire doubla en quelques mois, ce qui fit craindre une hyperinflation et favorisa la fuite de capitaux et l'effondrement du sucre.

¹ Entre 1995 et 1999, le ratio déficit public/PIB passe de 1,6 à 7,2%.

² Ares (2001, p.9).

La libéralisation financière des années 1990 a été un facteur déterminant dans l’emballement de la crise bancaire¹. Elle a tout d’abord favorisé la mobilité du capital. Dans le contexte mouvementé de la crise, le résultat a été la fuite des capitaux et l’évasion fiscale vers les banques *off-shore*. Cette sortie de capitaux est estimée à 15 points de PIB pour l’année 1999. Sur un plan plus structurel, elle a favorisé, au milieu des années 1990, le boom des crédits liés et concentrés à destination des groupes financiers détenus par les élites économiques et politiques du pays. Par la suite, le plan de sauvetage du système bancaire par l’Etat en 1998-99 a largement été motivé par la volonté de sauvegarder les intérêts de ces élites qui se sont empressées de placer leurs capitaux à l’étranger. La crise et la dollarisation ont ainsi profité aux banquiers et aux débiteurs les plus importants, au détriment des épargnants et des couches de la population les plus pauvres.

3. La solution : la dollarisation et la levée de l’aléa moral

Même si les débats sur la dollarisation avaient été engagés quelques mois auparavant, l’annonce faite par le Président Jamil Mahuad, le 9 janvier 2000, fut une surprise. Quelques semaines plus tard, il est renversé par un coup d’état militaire. Ce dernier a largement été soutenu par la population touchée par la crise, en particulier, les diverses composantes indigènes qui ont largement contribué à la rénovation du paysage politique depuis la fin des années 1990. Son successeur provisoire, le vice-président Gustavo Noboa, maintenait le projet, plutôt impopulaire. Le 29 février 2000, le Congrès votait la Loi Fondamentale pour la Transformation Economique² - communément appelée loi *Trolleybus* – contenant les dispositions du passage à la dollarisation. Après une période de transition, le dollar remplaçait intégralement le sucre, le 13 septembre 2000. Pendant ce temps, les Etats-Unis, le FMI³, la Banque Mondiale et la BID avalisaient le projet. La décision de dollarisation n’en reste pas moins une décision unilatérale de l’Equateur.

Le passage à la dollarisation a été une réforme radicale sur le plan économique et financier, certes. Mais c’est sur le plan politique que le caractère radical de la dollarisation est le plus important. En effet, la dollarisation signifie l’impossibilité pour la Banque centrale de manipuler la monnaie... pour répondre aux difficultés de quel qu’agent que ce soit. Dans le cas de l’Equateur, il ne s’agit pas d’une décision anodine, compte tenu des actions passées de la Banque Centrale de l’Equateur en matière de création monétaire. Déjà en 1982, la Banque centrale avait été utilisée pour éponger la dette des plus grandes entreprises du pays, estimée à 1200 millions de dollars US. Le dernier épisode en date fut le sauvetage des banques lors de la crise de 1998-99. Plus que la suppression de la monnaie nationale, la dollarisation signifie la fin de l’intervention de la Banque centrale pour le compte du gouvernement ou de groupes de

¹ En particulier l’application de la Loi Générale des Institutions Financières (LGISF) de 1994. Pour un développement de cette problématique, voir Montalvo (2001), Pauker (2002) et Paez (2003).

² Cette loi prévoyait une dizaine de réformes juridiques et économiques, dont les principales concernaient le changement du régime monétaire et cambiaire, la restructuration des dettes des personnes physiques et morales, les mécanismes de contrôle des institutions financières, la dette publique, le renforcement de l’investissement privé dans les secteurs du pétrole, de l’électricité et des télécommunications, le code du travail (Teran 2001).

³ « La dollarisation n’est pas, je dois l’avouer, le type de politique que nous aurions recommandé à ce stade pour l’Equateur. Mais, dans ce type de situation, nous ne sommes pas idéologiques ou strictement attachés à ce que nous proposons. Ce pays a décidé cela. Désormais, notre rôle consistera à faire tout ce que nous pouvons pour les aider dans cette voie », Michel Camdessus, 17 janvier 2000, cité par Hanke (2003, p.136).

pouvoir économique¹. Plus largement, elle constitue la fin d'un modèle de société oligarchique qui avait atteint ses limites. Ainsi, si la rationalité économique de l'adoption du régime de dollarisation, sans préparation, paraît difficile à cerner, c'est avant tout parce qu'il faut comprendre cette décision avant tout comme une faillite des élites équatoriennes. Comme le soulignent Fayolle et Marconi, la dollarisation constitue « [...] l'ultime possibilité de remise en ordre d'une société dans laquelle il devenait impossible de parvenir à un consensus pour assurer la viabilité du modèle traditionnel, si bien qu'un changement radical s'imposait »².

4. Stabilisation monétaire et pétrodollars

Le principal mérite de la dollarisation a été de réduire de manière remarquable l'inflation (voir doc. 1). Avec la chute de l'inflation et l'élimination du risque de change, la confiance monétaire est revenue et on a constaté un retour de l'épargne³. L'Equateur a également pu renouer avec la croissance, après la grave récession de 1999 (-6,3% du PIB). L'année 2004 demeure exceptionnelle, avec une croissance estimée à 6,5%. Ce très fort rebond s'explique largement par l'envolée des prix du pétrole et l'entrée en production d'un second oléoduc de pétrole lourd (OCP) entre l'Amazonie et l'océan au dernier trimestre 2003. Cette croissance est donc pour l'essentiel concentrée sur le secteur pétrolier, dont le PIB a progressé de plus de 35% - alors que la croissance du secteur non pétrolier était limitée à seulement 2,5%.

Ce contexte favorable a permis au gouvernement de mener à bien sa politique budgétaire restrictive, définie avec le FMI et appuyée par la Loi de stabilisation budgétaire qui fixe le cadre d'utilisation des recettes pétrolières pour ramener la dette publique à 40% du PIB en 2007. L'excédent budgétaire s'établissait ainsi à 1,8% du PIB en 2003 - soit un excédent primaire égal à 5,1% du PIB - et le secteur public non financier parvenait à un excédent de 2,7% du PIB en 2004. Ces indicateurs ont favorisé l'abaissement de la prime de risque (600 pdb début mars 2005) et le relèvement de la notation de l'Equateur par l'agence Standard & Poors. L'Equateur prévoit donc, dès cette année, son retour sur les marchés internationaux depuis le défaut de 1999-2000, avec une émission prévue de 750 millions de dollars (qui pourrait être suivie d'une autre émission sur le marché européen en juin⁴). Compte tenu des autres modes de financement externe (BID, Banque Mondiale, CAF) et de l'accumulation de 500 millions de pétrodollars dans le fonds de stabilisation pétrolière (FEIREP), l'Equateur parviendra largement à couvrir dès cette année ses besoins pour 2006⁵.

¹ « L'histoire de ces vingt dernières années et celle de la République [d'Equateur] nous révèle un phénomène récurrent : on a utilisé la Banque Centrale pour couvrir par l'inflation ou la dévaluation les problèmes de quelques-uns. [...] Certains groupes étatiques, du monde de l'entreprise, de la banque ou de la politique savaient qu'ils pouvaient obliger en définitive la Banque Centrale à résoudre leurs problèmes particuliers sur le compte de la communauté » (Lucio-Paredes 2000, p.74).

² Fayolle & Marconi (2001, p.2).

³ Ainsi, durant les premiers mois de l'année 2000, les dépôts dans les comptes courants ont augmenté de 488 millions de dollars, tandis que les dépôts dans les comptes à terme se sont accrues de 402 millions de dollars (Ares, 2001, p.12).

⁴ La première étape a consisté à convaincre les grandes banques d'investissement américaines et allemandes d'acquiescer 275 millions de dollars de bons équatoriens (février 2005).

⁵ DREE (2005).

Cette amélioration ne doit cependant pas occulter l'extrême dépendance de l'économie équatorienne au pétrole (20% du PIB, 50% des recettes d'exportation et plus de 25% des recettes budgétaires). Cette spécialisation pourrait devenir un handicap sérieux à moyen terme, compte tenu de la dollarisation. Par ailleurs, l'inertie d'une inflation, certes ralentie (moins de 1,5 % en mars 2005), mais qui a subsisté à un niveau trop élevé pendant plusieurs années pour une économie dollarisée, a tout de même entraîné une appréciation du taux de change réel de plus de 40% sur la période 2000-2003. La perte de compétitivité a creusé les comptes externes (triplément du déficit commercial qui a atteint plus de 4% du PIB en 2002, avant un retour à l'équilibre en 2004, grâce aux recettes d'exportation de pétrole). Elle a également favorisé un exode de plus du quart de la population active équatorienne vers l'Europe et les Etats-Unis depuis 2000. L'économie informelle représente plus de 35% du PIB et plus de la moitié de la population vit en dessous du seuil de pauvreté.

Doc.1. Equateur - Indicateurs

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Croissance du PIB (%)</i>	4,1	2,1	-6,3	2,8	5,1	3,4	2,7	6,5	3,5p
<i>Taux annuel d'inflation (%)</i>	30,7	36,1	61,1	91,0	24,6	9,5	6,1	1,9	2,0p
<i>Dettes extérieures publiques / PIB (%)</i>	-	-	-	71,1	54,1	46,9	42,3	36,5	
<i>Index salaires réels</i>	116,6	109,6	105,7	76,0	105,3	102,9	101,0	-	-
<i>Taux de chômage (% pop.active)</i>	9,3	11,8	15,1	10,3	8,7	11,1	11,3	11,4	-

p. prévision

Source : Banque Centrale de l'Equateur

II. L'INSECURITE MACROECONOMIQUE : UNE DYNAMIQUE DU CREDIT ET DES TAUX D'INTERET DEFAVORABLE

Contrairement aux prévisions, la dollarisation n'a pas apporté sur le long terme un contexte serein de taux d'intérêt. Ces derniers se maintiennent à un niveau élevé, ce qui pénalise à terme le secteur productif. Après avoir présenté les forces en présence et dressé les grandes lignes de la dynamique du crédit et des taux d'intérêt en Equateur depuis la dollarisation, nous énoncerons les différentes explications données au niveau élevé des taux d'intérêt, puis nous soulignerons les solutions envisagées pour mettre fin à cette situation préoccupante.

1. Institutions du secteur bancaire

Trois institutions du secteur bancaire cohabitent en Equateur : la Banque Centrale, la Superintendance des banques et l'Agence de Garantie des Dépôts.

a/ La Banque Centrale

Avec le passage à la dollarisation officielle et intégrale, l'institution Banque centrale devrait ressembler à une coquille vide, et la logique voudrait qu'elle disparaisse. Au Panama, par exemple, il n'y a pas de Banque centrale. Il n'en est pas de même en Equateur. La Banque Centrale de l'Equateur a été préservée, même si son effectif a été réduit de 80 % et l'ensemble de ses missions redéfini.

En 2000, sa principale mission a été de retirer le sucre de la circulation et de le remplacer par le dollar américain. Un des points les plus surprenants est que la Banque centrale demeure encore un institut d'émission. Elle émet, en effet, de la monnaie divisionnaire (pièces de 1, 2, 5, 10, 25 et 50 *centavos* qui circulent parallèlement aux pièces et billets émis par la Réserve fédérale). L'émission de cette monnaie divisionnaire s'établit selon les principes du *Currency Board* (couverture intégrale de l'émission par des réserves en dollar US). Cette mission est évidemment contraire à la logique de la dollarisation intégrale. Officiellement, l'émission de monnaie divisionnaire a été préservée pour des raisons pratiques : elle permet d'assurer l'approvisionnement de la circulation monétaire et d'éliminer les coûts d'acheminement des pièces depuis les Etats-Unis. Mais on peut y voir également la volonté de l'Equateur de préserver un attribut de sa souveraineté monétaire. Ce hiatus entre la recherche de crédibilité à l'aide d'une xénomonnaie et le maintien de signes monétaires domestiques est à l'origine d'un casse-tête institutionnel toujours non résolu à ce jour. Les pièces mises en circulation ne précisent pas, en effet, la dénomination de l'unité de compte. Il ne peut pas s'agir de « cents » de dollar américain, puisqu'elles sont émises par la Banque Centrale de l'Equateur et comprennent des référents équatoriens (mention « *Republica del Ecuador* », symboles et personnalités équatoriennes). Il ne s'agit pas non plus de centimes de sucre, puisque la monnaie nationale a été remplacée par le dollar américain. Cette ambiguïté est d'autant plus criante que la Constitution du pays stipule, encore aujourd'hui, que la monnaie nationale est le sucre.

Cette question, apparemment anodine, mérite que l'on s'y arrête quelques instants. Elle renvoie, en effet, à la délicate question de la légitimité monétaire¹. Il ne faudrait pas croire que le passage à la dollarisation officielle et intégrale permet de dépasser la crise de légitimité de la monnaie domestique. La « mauvaise » monnaie (le sucre), devenue illégitime, a certes été remplacée par une « bonne » monnaie. Mais cette nouvelle « bonne » monnaie est avant tout une xénomonnaie émise par un pays étranger. Se pose alors la question de la légitimité de ce nouvel instrument qui recèle en lui une dimension symbolique et identitaire d'une autre « communauté imaginaire »². Le dollar américain est-il une monnaie légitime pour les Equatoriens ? La

¹ Les analyses courantes de la dollarisation ne traitent généralement pas cette question. Seuls certains travaux qui accordent une place à la dimension « institutionnaliste » de la monnaie l'abordent. Voir en particulier Cohen (2004), Théret (2003), Minda (2004), Ponsot (2002).

² Cohen (2004).

population équatorienne peut-elle s'identifier aux symboles qui s'affichent sur les pièces et billets américains ?

Les autorités équatoriennes ont parfaitement compris les défis posés par le changement de la monnaie « légale ». C'est pourquoi une vaste campagne d'information et de communication a été lancée pour familiariser les Equatoriens à la nouvelle monnaie. Le passage à la dollarisation a également été facilité par la dollarisation *de facto*, surtout après le gel des dépôts bancaires en mars 1999. Les nombreux débats autour de la signification de la dollarisation, largement animés par certains groupes de pression (lobbies de la côte de la région de Guayaquil, la plus prospère et la plus favorable à la dollarisation) ont préparé les Equatoriens au changement de monnaie. Le processus a néanmoins rencontré des craintes et des résistances. Certains partis politiques ont initialement fait campagne contre la dollarisation, en insistant sur la perte de souveraineté. Les populations indigènes, dont le poids politique s'est accru ces dernières années, ont marqué leur désapprobation avant de s'allier à Lucio Gutierrez, devenu Président de la République en 2002¹. L'opposition d'importants dirigeants de l'église catholique a eu une influence certaine dans les régions rurales. L'annonce de la dollarisation a provoqué des manifestations spectaculaires et des refus de convertir les sucres en dollars, en particulier à Quito. Les opposants expliquaient que l'on tuait le Maréchal Antonio José de Sucre – héros de l'indépendance qui avait donné son nom à la monnaie – pour la deuxième fois. Le changement d'unité de compte a perturbé les populations les moins éduquées. Dans certaines régions, l'affichage des prix en sucres a persisté. L'analphabétisme n'a pas favorisé l'extension du dollar : contrairement aux billets en sucres qui étaient de couleurs et de tailles différentes selon la dénomination, les billets en dollars sont tous verts et de taille similaire, si bien qu'il est difficile de les différencier. A cela, s'ajoutent les contrefaçons, phénomène dont il est difficile de mesurer l'ampleur. Les pièces posent moins de difficulté. Elles sont émises par la Banque Centrale de l'Equateur et contiennent des symboles équatoriens².

La Banque Centrale de l'Equateur continue par ailleurs d'assurer la compensation interbancaire, de gérer les opérations externes du gouvernement et assume même une mission prudentielle en gérant les réserves obligatoires des institutions financières qui figurent au passif de son bilan. Elle a également recentré ses activités sur l'analyse statistique et macroéconomique et remplit une mission culturelle de premier plan avec, en particulier, la gestion des plus importants musées du pays. En définitive, la disparition de la fonction de prêteur en dernier ressort est la principale conséquence du passage à la dollarisation. Habituellement, une Banque centrale utilise son pouvoir de création monétaire pour injecter de la liquidité sur le marché monétaire et ainsi porter assistance aux banques temporairement en déficit de liquidité. Cette fonction est primordiale car elle permet de maintenir la stabilité du système financier et de limiter les risques de crise bancaire. La Banque centrale d'Equateur ne peut plus assumer ce rôle. Si elle souhaite alimenter les banques équatoriennes en liquidité, elle doit utiliser ses propres réserves en dollars ou emprunter des dollars à l'extérieur.

¹ Ce dernier a maintenu la dollarisation, ce qui explique son surnom : le « traître » (« *el traidor* »).

² Il est à noter que la pièce d'un dollar américain, peu utilisée aux Etats-Unis, cultive une certaine ambiguïté : elle représente une femme indigène et son enfant, ce qui explique en partie sa popularité.

b/ La Superintendance des Banques (« *Superintendencia de Bancos y Seguros* » - SBS)

Les bases de cet organisme public, créé en 1927, ont été redéfinies lors de la réforme financière de 1994. Il s'agit d'un organisme technique et autonome, composé d'un Comité Bancaire (« *Junta Bancaria* ») de cinq membres qui constitue l'organe décisionnaire de cette administration. La Superintendance est chargée de s'assurer du bon fonctionnement et du contrôle de l'organisation, de la dissolution et de la liquidation des institutions financières et des compagnies d'assurance. Elle est le principal fournisseur de statistiques sur le secteur bancaire, même si la Banque Centrale de l'Equateur étend ses activités dans ce domaine.

c/ L'Agence de Garantie des Dépôts (AGD)

L'AGD a été créée en décembre 1998 par le gouvernement, afin de préserver les dépôts privés à 100%¹. L'institution a assumé avec plus ou moins de succès le contrôle de la vingtaine de banques en situation critique en vue de les réhabiliter, de les fusionner ou de les liquider². La restructuration du secteur bancaire public, qui représentait 18,6 % du total des actifs en 2002, prend du retard par rapport au calendrier avancé au FMI : la vente de la dernière banque publique (*Banco del Pacifico*) est à nouveau repoussée (en 2005) et la liquidation des huit banques qui restent encore sous la tutelle de l'AGD n'est toujours pas réalisée³. Après avoir été financée par des fonds publics, l'AGD reçoit désormais une cotisation annuelle des banques, équivalente à 6,5 pour mille de la valeur de leurs actifs.

2. Consolidation du système bancaire, taux d'intérêt dissuasifs et restriction du crédit aux entreprises

La crise bancaire de 1998 à 1999 a sévèrement épuré le système bancaire. Aujourd'hui, seulement 23 banques subsistent⁴ – dont 22 sont des établissements privés – contre 43 en 1998. Il a fallu néanmoins attendre les années 2001, 2002 et 2003 pour constater un réel redressement de l'ensemble des indicateurs de la santé du secteur bancaire. Fin 2003, le ratio créances échues/créances totales pour les banques privées n'était plus que de 5,1% contre 12,5% en 2001. La rentabilité des banques s'est considérablement améliorée. Le taux de rentabilité moyen

¹ Depuis mars 2001, la garantie des dépôts a été ramenée à 50% pour les opérations supérieures à 8000 dollars.

² L'AGD organise notamment des enchères publiques des biens mobiliers et immobiliers des banques en liquidation, afin de rembourser les épargnants lésés et l'Etat, premier créancier des banques.

³ Pour une présentation critique de l'action de l'AGD, voir Brito (2003b).

⁴ Les banques, classées dans l'ordre décroissant de leurs actifs, étaient, en mai 2004 : Pichincha, Guayaquil, Produbanco, Pacifico (publique), appelées les « quatre grandes », car elles regroupent la majorité des actifs bancaires ; viennent ensuite Bolivariano, Internacional (Espagne), Austro, Solidario, Citibank (Etats-Unis), Machala, General Rumiñahui, Unibanco, MM Jaramillo Arteaga, Lloyds Bank (Royaume-Uni), CentroMundo, Loja, Amazonas, Litoral, Cofiec, Territorial, Comercial de Manabí, et Sudamericano. A noter, en 2004, l'arrivée d'une 24^{ème} banque dans la région de Guayaquil : Delbank.

s'établissait à 11,5% en 2002, après avoir atteint un niveau record de 14,9% en 2001. En 2003, les bénéfices ont augmenté de 31 % pour l'ensemble du secteur¹.

Cette consolidation du système bancaire ne doit cependant pas masquer les faiblesses du marché du crédit équatorien. Le processus de certification des banques équatoriennes, entré en vigueur en 2002, classe toujours deux banques étrangères aux premiers rangs des banques performantes (Citibank et Lloyds Bank avec AAA-, en mai 2004). Viennent ensuite Banco de Guayaquil et Produbanco (AA+)². Pichincha, la plus grande banque du pays, n'est classée que huitième³.

Sur un plan plus macroéconomique, le principal facteur d'inquiétude réside dans le *niveau dissuasif des taux d'intérêt* (doc.2), ce qui constitue un frein majeur à l'investissement.

Doc.2. Taux d'intérêt et inflation

	Taux débiteur de référence*	Taux créditeur de référence**	Taux annuel d'inflation
<i>Mars 2000</i>	15,57	9,72	80,9
<i>Mars 2001</i>	15,67	7,56	58,8
<i>Mars 2002</i>	14,01	5,12	15,3
<i>Mars 2003</i>	12,78	5,54	9,2
<i>Mars 2004</i>	12,68	4,92	3,9
<i>Mars 2005</i>	9,47	3,51	1,5

*Taux d'intérêt nominal moyen des crédits à 84-91 jours accordés par les banques privées aux entreprises du secteur privé.

**Taux d'intérêt nominal moyen des dépôts à terme (84-91 jours) dans les banques privées.

Source : Banque Centrale de l'Equateur

L'annonce de la dollarisation en janvier 2000 a stoppé les anticipations de dévaluation et entraîné dans son sillage une baisse des taux d'intérêt⁴. Le document 2 donne une vision sommaire de l'évolution sur la période 2000-2005. Le principal constat est la baisse des taux d'intérêt nominaux, mais l'augmentation des taux d'intérêt réels, qui demeurent élevés. A cela s'ajoute l'*inégalité de traitement* qui existe *entre*, d'une part, *les grandes entreprises et*, d'autre part, *les petites et moyennes entreprises*. Le taux d'intérêt débiteur de référence (« *tasa activa referencial* ») ne concerne en effet que les entreprises qui ont un chiffre d'affaires supérieur à cinq millions de dollars, c'est à dire seulement 700 entreprises. Les autres entreprises empruntent à un taux supérieur de cinq à six points en moyenne. Cet effet de sélection ne cesse de

¹ Les banques qui ont réalisé les plus grands bénéfices, en 2003, étaient : Pacifico, Pichincha, Internacional et Unibanco.

² Ces résultats n'ont qu'une portée locale. Réalisés par des agences présentes en Equateur, ils ne prennent pas en compte le risque-pays.

³ Elle demeure cependant une des cent meilleures banques d'Amérique latine, selon la revue *América Economía*.

⁴ Entre la première et la troisième semaine de janvier 2000, le taux d'intérêt débiteur moyen passe de 90% à 43%, le taux interbancaire de 153% à 26%.

s'accroître avec le temps¹. Si l'on prend en compte les taux créditeurs, on aboutit à un *spread* élevé : 6 points aujourd'hui, voire 9 points en mars 2002 pour les grandes entreprises. La marge financière auprès des autres entreprises est encore plus élevée : entre 12% et 20%.

Autre facteur d'inquiétude, *la faiblesse et le caractère déséquilibré du crédit*. En décembre 2003, le volume des crédits (et provisions) s'établissait à 3355 millions de dollars, tandis que les dépôts s'élevaient à 4900 millions de dollars. Les micro-entreprises urbaines et rurales (« *microempresas* ») sont les plus touchées par ce phénomène de rationnement ou de restriction du crédit. On en décompte 1,3 million dans le pays. Leur activité ne représente que 10 à 15% du PIB, mais elles génèrent 2,5 millions d'emploi et 42% de la population vit indirectement grâce à ce secteur. Or 70% d'entre elles n'ont pas accès au crédit traditionnel. Elles sont alors tentées de se tourner vers des créanciers informels (les « *chulqueros* ») qui pratiquent des taux prohibitifs². Si les banques semblent délaisser le crédit aux entreprises, il n'en est pas de même pour le crédit à la consommation, en particulier en ce qui concerne le financement des achats d'automobiles. La *vigueur du crédit à la consommation* ne masque cependant pas une tendance majeure qui caractérise les banques équatoriennes depuis la dollarisation : le maintien de *positions structurelles de surliquidité*. La « réserve autonome de liquidité » (« *autoseguro* ») du système bancaire, c'est-à-dire les réserves « excédentaires » de liquidité spontanément accumulées par les banques, s'établissait à 2068 millions de dollars en juillet 2004, soit une valeur correspondant à 31,5 % du total de leurs actifs. A cela s'ajoute un autre trait marquant du comportement des banques : le développement rapide du *placement de leurs liquidités à l'étranger*. Les opérations réalisées par les succursales *off-shore* prennent ainsi une place de plus en plus importante dans l'activité des principales banques³. Banco del Pichincha dispose ainsi de succursales en Colombie et au Pérou, pays voisins, mais aussi à Miami et Nassau (Bahamas). Banco del Pacifico dispose également de filiale *off-shore* à Miami et au Panama. Produbanco est présente aux Iles Cayman. En résumé, tout se passe comme si les banques équatoriennes abandonnaient progressivement l'activité de financement de l'activité productive par le crédit bancaire pour se consacrer à des activités plus lucratives et délocalisées.

3. Explications courantes

Plusieurs explications sont avancées pour justifier le niveau élevé des taux d'intérêt et la frilosité des banques à l'égard des entreprises. Selon l'Association des Banques Privées, il y a deux facteurs essentiels qui justifient des taux d'intérêt et une marge si élevés : (1) le *risque-pays* ; (2) les *impôts, contributions et autres taxes* auxquels les banques sont soumises. L'AGD réfute cet argument et considère que la première cause est à trouver dans les coûts *opérationnels et de personnel trop élevés*. Selon elle, une plus grande spécialisation des banques aurait l'avantage de diminuer ces coûts.

D'autres explications dénoncent le *caractère oligopolistique du marché bancaire équatorien* : les « quatre grandes » concentrent pratiquement les deux tiers des actifs (Pichincha

¹ Voir Brito (2003c, p.17).

² Les taux annuels sont compris entre 120 et 150% (Brito 2003a, p.28).

³ En 2003, les dépôts réalisés à l'étranger par les banques équatoriennes ont augmenté de 36,2 %. Les banques les plus actives dans ce domaine étaient Pichincha, Bolivariano, Banco de Guayaquil et Pacifico.

27%, Guayaquil 15%, Pacifico 11%, Produbanco 11%, en mai 2004). Selon une étude de la CAF, sur l'ensemble des Amériques, seuls le Salvador, le Pérou et le Mexique ont des marchés bancaires plus concentrés¹. Cette concentration attribuerait un *pouvoir de marché* aux grandes banques. Celui-ci expliquerait la résistance des taux d'intérêt à la baisse et la sélectivité défavorable aux petites et moyennes entreprises. Sur ce dernier point, il est vrai que l'épure liée à la crise bancaire n'a pas complètement épuisé la « *relation incestueuse* » entre les plus grandes entreprises et les principales banques du pays. Ces dernières restent encore majoritairement contrôlées par des groupes financiers² contrôlés par les principales familles d'Equateur, si bien que la pratique des « crédits-liés », de nature préférentielle, est toujours d'actualité. Enfin, on invoque les insuffisances du système judiciaire équatorien, qui serait défavorable aux créanciers, pour expliquer l'apathie de la dynamique du crédit.

4. Autre explication : l'inélasticité de l'offre de liquidité

A toutes ces explications, il convient d'ajouter un argument de nature plus théorique et directement imputable à la dollarisation : l'*inélasticité de l'offre de liquidité ultime par la Banque Centrale*. Selon cette hypothèse, l'absence de refinancement accommodant et de prêt en dernier ressort aurait *nécessairement* pour corollaire une faible dynamique du crédit et un niveau élevé des taux d'intérêt. Deux types d'explication peuvent être avancées pour expliquer ce phénomène, selon que l'on s'appuie sur la conception traditionnelle de l'offre de liquidité par la Banque centrale ou sur la conception post-keynésienne « horizontaliste » relative à cette question.

Si on adhère à la conception traditionnelle de l'offre de liquidité par la Banque centrale, le raisonnement est le suivant. Les anticipations des banques relatives à leur position de liquidité jouent un rôle déterminant dans leur offre de crédit. L'impossibilité pour la Banque centrale de « créer » de la liquidité ultime pour les banques constitue un signal fort lancé à destination des banques. On retrouve ici la question de la levée de l'aléa moral. Pour maintenir leur position de liquidité, celles-ci doivent rationner leur offre de crédit. Le gel de la fourniture de liquidité par la Banque centrale invite les banques à refuser l'octroi de crédit, et/ou à accumuler des réserves de liquidité, en vue de répondre à la demande de crédit. Selon cette perspective, l'inélasticité de l'offre de liquidité par la Banque centrale a un impact négatif sur la dynamique du crédit à travers le comportement d'offre de crédit des banques.

Si on adhère à la conception post-keynésienne « horizontaliste » de l'offre de liquidité par la Banque centrale, la dollarisation constitue un « régime monétaire contre-nature »³. Elle signifie, en effet, que la Banque centrale n'est pas « accommodante » dans son offre de liquidité ultime, ou, dit en d'autres termes, que le principe d'endogénéité des réserves est contrarié⁴. Contrairement à la conception traditionnelle, ici, les banques satisfont toute demande de crédit remplissant les critères de sélectivité et de solvabilité (« *creditworthness* »). L'absence

¹ Voir Brito (2003c).

² Ainsi Banco de Guayaquil est-il en réalité un groupe financier comprenant la banque du même nom, les filiales de Rio Guayas, Guayaquil Bank and Trust, Fideicomis BG et Multivalores BG. Autour de Produbanco s'est constitué le groupe financier Produccion avec les filiales Produfondos et Produvalores.

³ Ponsot (2002, p.202).

⁴ Pour une présentation des thèses « horizontalistes » sur la Banque centrale, voir Lavoie (2004) et Rochon & Rossi (2005).

d'accommodation de la Banque centrale dans son offre de refinancement est génératrice de hauts taux d'intérêt. Cette élévation du taux d'intérêt a alors une répercussion défavorable sur la demande de crédit.

Quelque soit l'approche adoptée, on aboutit à la même conclusion : la dollarisation, en aliénant les prérogatives traditionnelles de *Central Banking*, crée un contexte défavorable pour l'expansion du crédit domestique. La condition pour contrecarrer ces tendances déflationnistes inhérentes à la dollarisation est l'entrée régulière et massive de devises¹. Pour l'instant, l'Equateur bénéficie d'une conjoncture favorable, avec le niveau élevé du cours du pétrole, qui permet d'enranger une quantité importante de pétrodollars et de circonscrire l'insécurité macroéconomique. Mais cela durera-t-il et empêchera-t-il la montée inexorable des taux d'intérêt réels ?

5. Tentatives de réponse

Compte tenu de la dollarisation, la Banque Centrale ne peut engager une politique de baisse de taux d'intérêt. Pour dissuader les banques de pratiquer des taux d'intérêt trop élevés, la Banque Centrale calcule, depuis août 2000, un *taux d'intérêt plafond* (« *tasa máxima convencional* ») qui ne peut être dépassé². La portée de cet instrument demeure cependant très modeste.

Un autre facteur favorable à la dynamique du crédit aux petites et moyennes entreprises et à un contexte de bas taux d'intérêt serait à trouver dans une *augmentation de l'implantation des banques étrangères*³. Depuis les vagues de libéralisation financière impulsées par le Consensus de Washington, les banques étrangères contrôlent plus de la moitié de l'activité bancaire des économies latinoaméricaines⁴. Sur cette question, l'Equateur fait figure d'exception (avec le Brésil). Depuis la dollarisation, aucune banque étrangère ne s'est implantée en Equateur, malgré le souhait des autorités de voir entrer des investisseurs étrangers (en particulier espagnols). La Citibank et la Lloyds sont toujours présentes, mais la néerlandaise ABN-Amro a quitté le pays, en février 2001, en scellant toutefois une alliance avec le Banco del Pichincha⁵.

Il existe cependant des raisons de douter de l'impact positif que pourrait avoir un renforcement de la libéralisation financière et de l'implantation des banques étrangères en Equateur. En effet, la conséquence indirecte de ce processus dans les économies latinoaméricaines les plus concernées a été la diminution de la rentabilité des banques domestiques. Ces dernières ont réagi en réduisant les crédits de court terme – ce qui a restreint l'accès au crédit des petites entreprises – et en augmentant la part des crédits à moyen terme

¹ Voir Davidson (2002) et Ponsot (2003).

² Dans sa forme la plus simple, ce taux correspond à 1,5 fois le taux d'intérêt débiteur de référence.

³ Selon cette approche, une plus forte pénétration des banques étrangères permet une consolidation des systèmes bancaires locaux et un renforcement de l'efficacité des institutions financières jusque-là protégées (Levy-Yeyati & Micco 2003, p.3).

⁴ Fonds Monétaire International (2000, p.152).

⁵ ABN-Amro a acquis 5% du capital du Banco del Pichincha, lui a transféré ses actifs et passifs en Equateur ainsi qu'une ligne de crédit de 50 millions de dollars pour le commerce extérieur. Cette image a renforcé l'image du Pichincha comme une des principales banques du pays, et a mis un terme à son déficit de crédibilité.

accordés à des emprunteurs plus risqués. Loin d'éliminer la fragilité du système bancaire domestique et les situations oligopolistiques, l'implantation de banques étrangères a renforcé ces deux phénomènes¹.

Une proposition récurrente pour revigorer la dynamique du crédit est la mise en place d'un vaste *programme de micro-crédits* destinés aux petites entreprises. Pour cela, le gouvernement encourage les initiatives des institutions de micro-crédit qui prennent la forme de fondations, coopératives et ONG. Le marché du micro-crédit équatorien représente un potentiel de 500 millions à 1 milliard de dollars (soit entre 2,5% et 5% du PIB) et suscite donc l'intérêt des institutions étrangères. En 2003, SwissContact était la première institution et s'accapare 35,6% du marché. Une autre impulsion provient directement du gouvernement qui s'est engagé à plusieurs reprises à instaurer des mécanismes de *micro-crédits à taux préférentiels*. Le problème est de trouver les ressources nécessaires à la constitution de ce qui pourrait prendre la forme d'un Fonds National de Micro-crédit (FMN)² et d'éviter les désillusions³. Pour alimenter ce fonds, il paraît difficile de mobiliser l'épargne domestique, relativement faible, et orientée vers d'autres types de placements. Une solution plus intéressante consisterait à mobiliser les transferts de capitaux provenant des Équatoriens installés à l'étranger. Ces fonds (« *remesas* ») constituent en effet la deuxième source d'entrées de capitaux dans le pays, après le pétrole.

III. L'INSECURITE FINANCIERE : COMMENT COMPENSER L'ABSENCE DE PRETEUR EN DERNIER RESSORT ?

Un des rôles d'une Banque Centrale est de contribuer à la stabilité du système financier en assumant la fonction de prêteur en dernier ressort. A travers cette fonction, la Banque Centrale porte assistance au secteur bancaire lorsque celui-ci est confronté à un problème de liquidité. Dans le cas contraire, la Banque Centrale prendrait le risque de mettre en péril la pérennité du système de paiements. Avec la dollarisation, cette fonction essentielle est annihilée : la Banque Centrale n'est plus en mesure de créer de la liquidité, ce qui accroît la portée du risque systémique et fait peser une menace sur le système bancaire. Afin d'atténuer l'insécurité financière qui découle de cette absence de prêteur en dernier ressort, les autorités équatoriennes ont imaginé des mécanismes de substitution, en particulier en ce qui concerne la fonction de prêteur en dernier ressort assumée jusque-là par la Banque centrale. Il s'agit, d'une part, de « lignes de défense » domestiques (« *líneas de defensa* ») sous la responsabilité de la Banque Centrale et de l'AGD, et, d'autre part, d'une recherche de modalités de prêt en dernier ressort externes. Ces mécanismes s'avérant insuffisants, un renforcement de la réglementation prudentielle est nécessaire.

¹ Pour une présentation détaillée de cette problématique, voir Gnos & Rochon (2005), Clarke & alii (2000) et Demirgüç-Kunt & Detragiache (1998).

² Burbano & Freire (2003, p.37).

³ Dernier exemple en date : en mars 2004, l'espoir suscité par la promesse de micro-crédits à l'agriculture, à travers le *Banco Nacional del Fomento*, a laissé la place au désenchantement, en raison des garanties exigées (en particulier l'obligation d'être propriétaire d'un véhicule). Certains observateurs soulignent le danger de politisation de la question du micro-crédit qui pourrait faire des micro-entreprises « la proie facile d'un gouvernement populiste » (Brito 2003a, p.31).

1. « Lignes de défense » domestiques

a/ Le Fonds d'Assurance des Dépôts (« *Seguro de Depositos* »)

Le premier dispositif visant à sécuriser le système de paiements est le Fonds d'Assurance des Dépôts (« *Seguro de Depositos* »), géré par l'AGD. Ce système de garantie des dépôts privés, financé par les cotisations annuelles des banques (6,5 pour mille de la valeur de leurs actifs), a permis de constituer un fonds de 150 millions de dollars, ce qui correspondait à 2,3 % de la valeur des dépôts bancaires en juillet 2004. Le montant est faible mais demeure suffisant pour provoquer la grogne des banques qui estiment que cette cotisation grève leur rentabilité financière¹.

b/ Le Fonds de Liquidité (« *Fondo de Liquidez* »)

L'objectif du Fonds de Liquidité, créé en septembre 2000, est de résoudre les problèmes temporaires de liquidité, en accordant des crédits de court terme à des taux dissuasifs à des institutions financières qui rencontrent des difficultés de liquidité mais qui demeurent néanmoins solvables². On distingue deux types d'opérations : les crédits octroyés lors d'un déficit de liquidité à l'issue de la compensation interbancaire (prêts de 24 heures, accordés au maximum soixante fois à une même institution au cours d'une année) ; les crédits d'assistance de liquidité à plus long terme (prêts à 60 jours maximum, renouvelables une fois seulement). Le taux appliqué est en moyenne supérieur de quatre points au taux débiteur de référence (« *tasa activa referencial* »). Pour l'instant, la majeure partie des interventions sont destinées à couvrir les déficits de liquidité qui naissent lors de la compensation interbancaire³. Le Fonds de Liquidité ne peut allouer plus de 30 % de ses ressources à une institution financière (plus de 50 % à deux institutions financières).

Deux sources alimentent le Fonds de Liquidité : un apport préalable du gouvernement (70 millions de dollars), réalisé en 2000 ; les réserves obligatoires des institutions financières privées (60 millions de dollars en mars 2004). L'organe de décision du Fonds de Liquidité est le Directoire, composé d'un membre de la Banque Centrale, d'un membre de la Superintendance des Banques, du Vice-ministre de l'Economie, d'un représentant des banques commerciales et d'un représentant des sociétés financières.

Cette marge de manœuvre de la Banque Centrale sur la liquidité des banques est contestée par les avocats de la dollarisation qui y voit le maintien du problème de l'aléa moral qui a causé tant de dégâts lors de la crise de 1998-99. Au-delà de cette critique, il reste que l'efficacité de ce dispositif demeure *quantitativement* limitée, ce qui le rendrait sans doute insuffisant en cas de

¹ Voir Caputti (2004).

² Voir Banco Central del Ecuador (2002a, pp.32-33) et Penaherrera (2003).

³ Fin 2002, on dénombrait 99 opérations concernant 9 institutions financières, pour un montant moyen de 2,6 millions de dollars à un taux moyen de 18,72%.

crise systémique. Les ressources ne dépassent pas 130 millions de dollars et le processus de décision est trop lourd pour envisager une action dans une situation d'urgence¹.

c/ La gestion active du taux de réserves obligatoires

Initialement, la mise en place d'un taux de réserves obligatoires imposé légalement aux banques était censée remplir un rôle uniquement prudentiel. Mais cette disposition peut constituer un instrument de régulation de la liquidité. Une solution envisagée par la Banque Centrale de l'Equateur consisterait à augmenter progressivement le taux de réserves obligatoires (par exemple de 2 points tous les mois) jusqu'à atteindre un niveau relativement élevé (10 %, voire plus)². La BCE disposerait alors de marges de manœuvre élargies, en ayant la capacité d'abaisser le taux légal pour améliorer la liquidité des institutions financières.

Comme le remarque elle-même la Banque Centrale, ce système visant à instaurer de hautes exigences de liquidité présente néanmoins l'inconvénient de grever la rentabilité des institutions financières et risque d'entraîner une forme de « résistance » de leur part³.

d/ Le recyclage optimale de la liquidité

Autre solution : gérer de manière optimale les situations de pénurie de liquidité. La constitution de systèmes de compensation interbancaire efficaces s'inscrit dans cette perspective d'allocation optimale de la liquidité. La réforme du système de paiements interbancaires (SPI) administré par la Banque Centrale de l'Equateur a été imaginée en grande partie pour « améliorer le contrôle des risques systémiques et prévenir une situation de potentielle rupture du système de paiements »⁴.

Une autre option consiste à renforcer l'efficacité du système de recyclage de la liquidité. Un moyen de parvenir à ce résultat est d'encourager les innovations financières qui permettent aux banques d'économiser leurs réserves. Les activités de gestion de passif (« *liability management* »), par exemple, conduisent à la diminution de la part des « liquidités oisives » détenues en dépôt dans les banques et assurent une accélération de la vitesse de circulation de la liquidité. Il convient cependant de garder à l'esprit qu'il s'agit là d'un procédé factice qui n'améliore en rien la liquidité globale du système bancaire. Si on ajoute à cela que les innovations financières s'inscrivent nécessairement dans un processus de libéralisation financière porteur d'instabilité financière et générateur de crises bancaires⁵, on en vient à émettre des réserves quant à cette solution.

¹ En particulier, des conflits d'intérêt sont susceptibles d'apparaître au moment de la répartition des crédits entre les institutions à besoin de liquidité.

² Depuis janvier 2001, le taux de réserves obligatoires sur les dépôts en dollar a été maintenu à 4 %.

³ Banco Central del Ecuador (2002a, p.34).

⁴ Banco Central del Ecuador (2002a, p.19). Pour plus de détails, voir Banco Central del Ecuador (2002b).

⁵ Pour une mise en lumière de la relation entre libéralisation financière et crises bancaires dans les économies émergentes, voir Miotti & Plihon (2001).

2. Externalisation de la fonction de prêteur en dernier ressort

Un autre mode de solution à l'absence de prêteur en dernier ressort domestique consiste à trouver une structure ou un agent extérieur capable d'assurer cette fonction.

a/ L'internationalisation des banques

L'internationalisation du système bancaire est une condition de réussite de la dollarisation, car elle assure un soutien financier externe, à défaut de soutien interne. En cas de tension sur la liquidité, les banques équatoriennes ouvertes au capital étranger pourraient se tourner vers l'extérieur pour obtenir des dollars¹. Cette forme d'externalisation de la fonction de prêteur en dernier ressort est largement développée au Panama et dans la plupart des économies sous *Currency Board*². Malheureusement, on l'a vu précédemment, les conditions ne semblent pas réunies en Equateur pour s'orienter dans cette voie. Plusieurs raisons contribuent aux réticences des banques étrangères à s'implanter en Equateur : les incertitudes macroéconomiques et politiques, le cadre juridique insuffisant, ainsi que le caractère oligopolistique du secteur bancaire, soumis à l'inertie des pratiques récentes marquées par un manque de transparence et une connivence étroite avec les élites économiques et politiques du pays³.

b/ Le FLAR, prêteur en dernier ressort régional ?

La dollarisation a incité la Banque Centrale de l'Equateur à dessiner les contours d'une « nouvelle architecture financière » pour le pays⁴. Parmi ses préoccupations, il y a la recherche d'un prêteur en dernier ressort international. L'institution accorde peu d'importance à l'éventuel recours à des lignes de crédit contingentes pré-nogociées avec un consortium de banques privées internationales. L'Argentine s'était engagée dans cette voie, en 1996, en signant un accord permettant à la Banque centrale de bénéficier d'une ligne de crédit plafonnée à 6,1 milliards de dollars. Selon les auteurs du rapport, l'expérience argentine montre que ces lignes de crédit tendent à disparaître lors de la perte de crédibilité : « Le gros problème avec ce type de dispositif, est que lorsqu'il y a une crise de confiance significative qui implique une élévation du risque-pays, les banques internationales rencontrent de sérieuses difficultés à s'exposer davantage sur le pays concerné, en raison des contraintes prudentielles auxquelles elles sont soumises »⁵.

Un organisme régional semble particulièrement disposé à assumer la fonction de prêteur en dernier ressort régional : le Fonds Latinoaméricain de Réserves (FLAR). Une présentation de cet organisme est donnée dans l'encadré 1. Les réflexions récentes menées au sein de cette

¹ Voir Naranjo (2004, pp.289-293).

² On retrouve alors la configuration ancienne des colonies britanniques sous *Currency Boards*, dans la première moitié du XXème siècle : les banques locales ne pâtissaient pas de l'absence de prêteur en dernier ressort domestique, dans la mesure où elles étaient des filiales des banques de la *City*. La Banque d'Angleterre assumait le rôle de prêteur en dernier ressort pour l'ensemble de l'empire colonial. Voir Ponsot (2003).

³ Voir Teran (2001, p.66).

⁴ Voir en particulier le consistant document intitulé : « Un projet de plan stratégique de long terme pour le développement de l'Equateur » (Banco Central del Ecuador 2002a).

⁵ Banco Central del Ecuador (2002a, pp.37-38).

institution régionale mettent l'accent sur la nécessité de plus en plus urgente d'un prêteur en dernier ressort international, ou à défaut régional, en raison du rétrécissement du champ d'action de prêteurs en dernier ressort domestiques lié au développement croissant de la dollarisation officielle (Pérou, Bolivie ou Guatemala) ou officielle (Equateur, El Salvador, Panama)¹. Moyennant quelques adaptations, les modalités de financement de court terme offertes par le FLAR, tels que les crédits de liquidité et les crédits contingents, offrent une solution séduisante pour combler cette carence. Il convient néanmoins de noter que les ressources du FLAR, à l'instar de celles du FMI, sont limitées. Contrairement à une Banque centrale qui joue le rôle de prêteur en dernier ressort, le FLAR n'a pas le pouvoir de création de liquidité illimitée.

Encadré 1. Le Fonds Latinoaméricain de Réserves (FLAR)

LE FLAR (*Fondo Latinoamericano de Reservas*) est une institution monétaire et financière multilatérale à vocation régionale, créée le 8 juin 1978. Ses origines remontent en réalité à la « Convention pour la constitution d'un fonds andin de réserve » (12 novembre 1976), elle-même la conséquence de l'Accord de Carthagène (26 mai 1969), qui prévoyait une intégration renforcée des pays de la région andine (plus le Costa Rica), à travers notamment une coordination renforcée des politiques monétaires et financières des pays signataires (Bolivie, Colombie, Costa Rica, Equateur, Pérou, Venezuela).

Depuis la crise de la dette des années 1980, le FLAR a cherché élargir sa dimension géographique en se transformant en un fonds latinoaméricain de réserves – pour l'instant en vain. Aujourd'hui, son action est essentiellement complémentaire à celle d'autres institutions monétaires et financières multilatérales, telles que le FMI.

Les deux objectifs principaux du FLAR sont :

1-La prévention des déséquilibres des balances des paiements des pays membres en accordant des crédits ou en se portant garants de crédits accordés par des tiers.

2-Le renforcement de l'harmonisation des politiques monétaires, financières et de change des pays membres, dans le but de renforcer l'intégration des pays latinoaméricains.

En mars 2003, le capital souscrit s'élevait à 2,11 milliards de dollars. La répartition des contributions était la suivante : Bolivie et Equateur, 11,3% chacun, Colombie, Pérou et Venezuela, 22,6% chacun, Costa Rica 9,6%. Les allocations sont proportionnées aux apports des pays membres. La Bolivie et l'Equateur – considérés comme les pays les plus pauvres – bénéficient cependant de conditions préférentielles, avec un coefficient multiplicateur de 3,5 au lieu de 2,5.

Concrètement, l'action du FLAR s'effectue à travers l'octroi de crédits à court et moyen terme aux Banques centrales des pays membres. Les modalités de crédits sont multiples :

1-Crédits et garanties de crédits pour le soutien de la balance des paiements. Le but étant de renforcer la position de réserves internationales des Banques centrales et satisfaire leurs besoins de moyen terme en devises (durée maximale : 4 ans).

2-Crédits de liquidité. Ces crédits sont accordés pour satisfaire des besoins « extraordinaires » de devises, pour des périodes allant de 6 mois à un an.

3-Crédits contingents. Il s'agit de lignes de crédits ouvertes pour satisfaire les éventuels besoins de court terme en devises, lors d'attaques spéculatives d'origine interne ou externe sur le marché des changes ou d'anticipations de fortes variations du change. L'annonce d'une telle ligne de crédit peut contribuer à renverser les anticipations négatives, et rendre inutile l'utilisation effective des fonds accordés.

¹ Voir Meléndez & Mora (2001).

4-Crédits de soutien à la restructuration de la dette publique externe. Ils sont accordés aux Banques centrales pour faciliter les processus de renégociation de la dette publique externe, en parallèle d'interventions d'autres institutions financières internationales, et pour une durée maximale de 4 ans.

Depuis la fondation du FLAR, les crédits accordés aux Banques centrales ont principalement concerné les crédits de liquidité (2,58 milliards de dollars). Viennent ensuite les crédits de soutien des balances des paiements (2,14 milliards de dollars), puis les crédits contingents (0,38 milliard de dollars) et les crédits pour la restructuration de la dette (0,36 milliard de dollars).

Par ailleurs, le FLAR peut gérer les réserves en devises des Banques centrale des pays membres qui en font la demande.

Source : www.flar.net

3/ Le nécessaire renforcement de la supervision bancaire

Au-delà de la recherche d'un prêteur en dernier ressort externe, un régime de dollarisation doit disposer un système de supervision bancaire et financière plus solide encore que celui qui prévaut dans un système de *Central Banking*. A défaut de pouvoir *agir* en cas de crise, il convient d'être davantage en mesure de *prévenir* les crises. La principale faiblesse du système de supervision bancaire et financière en Equateur réside dans l'inadaptation de la Superintendence des banques aux nouvelles exigences posées par la dollarisation. On peut reprocher à cette institution de ne pas avoir suffisamment développé d'instruments de contrôle et d'indicateurs d'alerte qui lui permettraient d'intervenir avec promptitude¹. Plus généralement, on notera le manque de coordination et les conflits d'intérêt récurrents entre la Superintendence avec la Banque centrale². Une fusion entre les deux institutions permettrait d'éliminer ce handicap et donc de renforcer l'efficacité de la régulation et de la supervision³.

CONCLUSION

Les dispositions imaginées par les autorités équatoriennes ne sauraient être aussi efficaces que les opérations classiques de refinancement et de prêt en dernier ressort. La capacité d'injection de liquidité fait l'objet d'un rationnement : les montants accumulés en prévision des mauvais jours sont limités et les lignes de crédits accordées par les institutions financières sont plafonnées. Outre le risque de fournir des ressources en quantités insuffisantes, ces dispositifs présentent l'inconvénient d'être extrêmement coûteux. Compte tenu de ces difficultés, il apparaît évident qu'un système bancaire d'une économie officiellement dollarisée n'est pas viable sans relations privilégiées avec le système bancaire du pays émetteur ou sans un accès aisé aux

¹ Les raisons de cette incapacité de la Superintendence à adapter sa structure et ses moyens d'action sont multiples. La plus couramment avancée insiste sur les pressions exercées par les groupes financiers équatoriens qui n'auraient pas intérêt à ce type de réformes.

² Oleas (2003, p.38).

³ Le problème est qu'une telle centralisation risque de se heurter à des résistances (Naranjo 2004, p.294).

euromarchés. C'est là tout l'enjeu de l'abolition des prérogatives de *Central Banking* dans une économie ouverte dollarisée. La dollarisation ne saurait constituer une union monétaire, au sens classique du terme. Si union monétaire il y a, il s'agit d'une union monétaire « asymétrique ». Le *pouvoir monétaire* n'est pas partagé. Il reste entre les mains du pays émetteur de la « xénomonnaie ». Au-delà de la question du *Central Banking*, c'est donc *l'économie politique de la dollarisation* qui mérite d'être dévoilée. Les points suivants ouvrent quelques pistes qui mériteraient d'être explorées.

Appréhendée à un niveau très général, *l'économie politique de la dollarisation* pose la question de la *redéfinition des espaces monétaires* et du rôle des pays émetteurs des xénomonnaies. Dans cette optique, la dollarisation ne peut être détachée de deux dynamiques en cours : (1) la remise en cause du statut hégémonique du dollar ; (2) l'accélération de l'intégration régionale des Amériques (l'hémisphère occidental). Le projet américain émis en mars 2004 et visant à faire de la Banque Centrale de l'Equateur une antenne (« *oficina* ») de la Réserve Fédérale, afin de « faciliter la distribution du dollar [...] et maintenir la liquidité de la région andine »¹, est révélateur de cette double dynamique. Le projet est apparu au moment où l'euro était au plus haut sur le marché des changes et suscitait un intérêt croissant de la part des économies latinoaméricaines, au détriment du dollar. Il est apparu également au moment où s'engageaient les négociations du Traité de Libre Commerce (TLC) - projet d'accord commercial bilatéral entre les Etats-Unis et l'Equateur -, et où s'accéléraient les négociations commerciales avec les autres économies de la région.

Appréhendée au niveau des économies qui font le choix de remplacer la monnaie nationale par une monnaie étrangère, la dollarisation pose la question de la *souveraineté monétaire*. Cette appréhension de la *souveraineté monétaire* à travers le thème de la dollarisation oppose deux approches fondamentalement opposées.

La première approche considère qu'il est temps d'abandonner l'idée de *souveraineté monétaire* — « [...] concept qui a trop souvent été utilisé pour excuser les mauvaises performances que les Banques centrales ont imposé à leurs concitoyens »² — et de la remplacer par le concept de *souveraineté du consommateur*³. On aboutit alors à l'idée selon laquelle ce sont les préférences des agents économiques qui doivent définir le cadre monétaire et non un pouvoir centralisé. Cette vision est conforme aux préceptes hayékiens : la monnaie est un simple intermédiaire des échanges ; les agents doivent pouvoir choisir librement les instruments monétaires qui leur sont offerts par le marché ; la dollarisation répond à la préférence des agents pour une xénomonnaie de qualité et s'inscrit dans le contexte général de mondialisation et de privatisation qui exclut toute forme de souveraineté monétaire⁴.

¹ El Universo (2004). Selon l'article, un des avantages de la réalisation du projet serait une économie sur le coût de l'acheminement des billets verts dans la région. Un projet similaire d'*oficina* est prévue à Bagdad.

² Schuler (2000 p.6).

³ Le concept de *souveraineté du consommateur* a été développé initialement par l'économiste sud-africain W.H. Hutt (1940).

⁴ « Les symboles économiques traditionnels de souveraineté seront bientôt des dinosaures. Partout dans le monde, les compagnies aériennes, de téléphone, les banques, ainsi et les autres institutions, autrefois des forteresses représentatives des nations, sont en voie de privatisation et placées sous le contrôle du marché. [...] Il est temps pour les politiques de réduire le spectre des souverainetés monétaires en traitant les monnaies comme ce qu'elles sont : de simples intermédiaires des échanges » (Farrell & Lund 2000 pp.56-57).

La seconde approche rejette cette conception de la monnaie comme un simple intermédiaire des échanges et invite à examiner plus en détail la *souveraineté* et la *légitimité*¹ monétaire. Les difficultés éprouvées par les économies émergentes pour mener à bien des politiques monétaires et de change conformes à leurs besoins ne doivent pas les inciter à préconiser de manière systématique leur annihilation au nom de l'impératif de crédibilité. Selon cette approche, la monnaie a une dimension *sociopolitique* et *institutionnelle*² : la dollarisation apparaît alors comme un symptôme de crise. Si l'on s'arrête sur la dimension *spatiale* de la monnaie, la dollarisation signifie la juxtaposition d'un espace monétaire unique et de plusieurs espaces sociaux de production distincts. A la différence de l'union monétaire, la *souveraineté monétaire* n'est pas partagée. Les orientations monétaires sont définies par l'émetteur de la xénomonnaie. La dollarisation officielle et intégrale n'est donc une solution envisageable que pour un nombre restreint de situations :

- Soit à titre « définitif », pour une économie de taille réduite, très fortement intégrée à l'économie émettrice de la xénomonnaie, et/ou présentant une flexibilité suffisante de son marché du travail. Jusqu'en 2000 — c'est-à-dire avant la dollarisation officielle de l'Equateur –, c'était le cas de la plupart des économies officiellement dollarisées. Il convient d'ajouter qu'une dollarisation négociée avec le pays émetteur est préférable à la dollarisation « unilatérale ». L'intégration commerciale, monétaire et financière de l'Equateur aux Etats-Unis est trop faible pour assurer le succès de la dollarisation à long terme. Les Equatoriens comprennent que leur sort dépend uniquement du montant de pétrodollars accumulés à l'exportation et se souviennent que la chute du prix du baril avait été à l'origine de la crise qui a conduit à la dollarisation. Or, avec cette dernière, les marges de manœuvre sur le taux de change, les taux d'intérêt et la politique budgétaire sont encore plus réduites. Avec le temps, l'impopularité de la dollarisation n'a pas disparue. Elle est de plus en plus associée à la montée du chômage et de la pauvreté. La légitimité de la dollarisation est remise en question et les projets de dé-dollarisation émergent³.
- Soit à titre « définitif », pour une économie spécialisée dans les activités financières internationales. C'est le cas du Panama, des Iles Anglo-Normandes, du Liechtenstein, de Monaco...
- Soit à titre « provisoire », pour des économies soumises au chaos monétaire et financier après un conflit, une séparation d'un ensemble politique déterminé, et pour lesquelles n'émerge pas encore un statut politique précis — Kosovo, Erythrée.
- Soit à titre « transitoire », pour des économies destinées à intégrer prochainement une union monétaire ; les débats actuels sur l'« euroisation » des nouveaux membres de l'UE avant leur adhésion à l'UEM s'inscrivent dans cette perspective. Il existe néanmoins un obstacle à l'« euroisation » de ces pays – et à fortiori pour la Bulgarie, la Roumanie, la Serbie et la Croatie, qui ne sont pas encore membres de l'UE. Seuls

¹ Cette problématique apparue dans l'ouvrage *La monnaie souveraine* (Aglietta & Orléan, 1998) connaît depuis sa parution de multiples développements.

² Voir Cohen (2004), Helleiner (1999), Théret (1998) (2003) et Ponsot (2002).

³ Voir en particulier Jameson (2003) et Acosta (2004). Le régime de dollarisation devrait néanmoins subsister jusqu'en 2006, année d'élections présidentielles.

ceux qui auront suivi le processus d'intégration classique et respecté les critères d'adhésion pourront à terme adopter l'euro. C'est pourquoi la Commission européenne s'est jusque-là opposée à toute forme d'« euroïsation » précipitée. Ces pays devront renforcer leur convergence et attendre plusieurs années avant d'utiliser l'euro comme monnaie officielle... contrairement au Monténégro et au Kosovo où l'euro circule depuis le 1^{er} janvier 2002.

Références bibliographiques

- ACOSTA, A. [2004], « Dolarización or desdolarización, esa no es toda la cuestión », *Revista ICONOS-FLACSO*, Marzo.
- AGLIETTA, M. & ORLEAN, A. [1998] (dir.), *La monnaie souveraine*, Odile Jacob, Paris.
- ARES, M. [2001], « La dollarisation de l'Equateur, un an plus tard », *Note du GRIC* 01-12, décembre.
- ASTORGA, A., BAQUERO, M. & FREIRE, M.B. [2003], « Propuesta de salvaguardias cambiarias », *Apunte de Economía* (Banco Central del Ecuador) 35, Octubre.
- BANCO CENTRAL DEL ECUADOR [2003], « Diálogo nacional y la nueva arquitectura financiera y microfinanzas », *Apunte de Economía* (Banco Central del Ecuador) 37, Noviembre.
- BANCO CENTRAL DEL ECUADOR [2002a], *Nueva arquitectura financiera (una propuesta de plan estratégico de largo plazo para el Ecuador)*, Banco Central del Ecuador, Quito.
- BANCO CENTRAL DEL ECUADOR [2002b], « Reformas al sistema de pagos: sistema de pagos interbancario », mimeo., Julio.
- BRITO, V. [2003a], « Microcréditos: el peligro de un subsidio disfrazado », *Gestión* 104, pp.28-32.
- BRITO, V. [2003b], « AGD, ineficiencia, impunidad y olvido », *Gestión* 106, pp.12-20.
- BRITO, V. [2003c], « Las tasas son sólo la punta del iceberg », *Gestión* 113, pp.16-25.
- BURBANO, S. & FREIRE, M.B. [2003], « Determinantes del spread y de las tasas de interés en el mercado bancario doméstico », *Notas Técnicas* (Banco Central del Ecuador), Noviembre.
- CAPUTTI, A. [2004], « Asegura la estabilidad financiera la presencia de un seguro de depósitos? », Conferencia El Banco Central del Ecuador: 77 años de compromiso con la estabilidad, la integración y el desarrollo socioeconómico y cultural de la República, Quito, 2-3 septiembre.
- CLARKE, G., CULL, R., D'AMATO, L. & MOLINARI, A. [2000], « On the Kindness of Strangers? The Impact of Foreign Entry on Domestic Banks in Argentina », in CLAESSENS, S. & JANSEN, M. (dir.), *The Internationalisation of Financial Services: Issues and Lessons for Developing Countries*, Kluwer Academic Press, Boston.
- COHEN, B.J. [2004], *The Future of Money*, Princeton University Press, Princeton.
- DAVIDSON, P. [2002], « Dolarización, las funciones de un Banco Central y la economía ecuatoriana », *Cuestiones Económicas* (Banco Central del Ecuador) 18.3.
- DEMIRGUC-KUNT, A. & DETRAGIACHE, E. [1998], « Financial Liberalization and Financial Fragility », *World Bank Policy Research Working Paper* 1917.
- DREE [2005], « Situation économique et financière de l'Equateur », *Fiche de synthèse* (DREE Mission économique Quito), mars.
- DREE [2002], « Le secteur bancaire en Equateur », *Fiche de synthèse* (DREE Mission économique Quito), juillet.
- Economic Perspectives, vol. XXIX, n°1, first quarter, p. 24-35
- EL UNIVERSO [2004], « Ecuador en plan de tener una oficina de la Fed », 16 de Febrero.
- FARRELL, D. & LUND, S. [2000], « The End of Monetary Sovereignty », *The McKinsey Quarterly* 4, pp.56-67.
- FAYOLLE, J. & MARCONI, S. [2001], « Y a-t-il une vie après la dollarisation ? Réflexions sur l'expérience du régime de dollarisation en Equateur », *Informations et Commentaires* 117.
- FONDO LATINOAMERICANO DE RESERVAS [2003], *Boletín FLAR – Informe macroeconómico de países: Ecuador*, FLAR, Bogotá, Septiembre.
- FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL [2000], « International Capital Markets Developments, Prospects, and Key Policy Issues », *World Economic and Financial Surveys*, September.

- GNOS, C. & ROCHON, L.-P. [2005], « The Washington Consensus and Multinational Banking in Latin America Banks in Latin America », *Journal of Post Keynesian Economics* 27.2, pp.315-332.
- GRAZ, J.-C. [2004], *La gouvernance de la mondialisation*, La Découverte, Paris.
- HANKE, S.H. [2003], « Money and the Rule of Law in Ecuador », *Policy Reform* 6.3, pp.131-145.
- HELLEINER, E. [1999], « Denationalising Money ? Economic Liberalism and the ‘National Question’ in Currency Affairs », in GILBERT, E. & HELLEINER, E. (dir.), *Nation States and Money*, Routledge, Londres.
- HUTT, W.H. [1940], « The Concept of Consumers’ Sovereignty », *Economic Journal* 50.197, pp.66-77.
- JAMESON, K.P. [2003], « Is it Possible to De-Dollarize? The Case of Ecuador », *International Journal of Political Economy* 33.1, pp.42-60.
- LAVOIE, M. [2004], « On the Full Endogeneity of High-Powered Money: Lessons from the Canadian Case », in FONTANA, G. & REALFONZO, R. (dir.), *Monetary Theory of Production: Tradition and Perspectives*, Palgrave, Londres.
- LUCIO-PAREDES, P. [2000], *El libro de la dolarización*, Lucio-Paredes, Quito.
- MELENDEZ, D. & MORA, H. [2001], « Sistema de Préstamos al FLAR de los Bancos Centrales Miembros », *FLAR Documento de Trabajo* 01/03, Bogotá, Colombia.
- MINDA, A. [2004], « La dollarisation intégrale : une option de dernier ressort pour l’Amérique latine ? », 1ères Journées du Développement du GRES, Université Montesquieu-Bordeaux IV, 16-17 septembre 2004.
- MIOTTI, L. & PLIHON, D. [2001], « Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires », *Economie Internationale* 85, pp.3-36.
- MONTALVO, J.O. [2001], « Del libertinaje financiero a la pérdida del signo monetario: una visión macroeconómica », in MARCONI, S. (dir.), *Macroeconomía y economía política en dolarización*, Abya-Yala / UPS-ILDIS-UASB, Quito, pp.61-81.
- NARANJO, M. [2004], *Del patrón oro a la dolarización en el Ecuador*, CPPUCE, Quito.
- OLEAS, J. [2003], « Los avatares de un banco central en un país dolarizado », *Gestión* 109, pp. 38-39.
- PAEZ, P. [2003], « Liberalization, Crisis and National Currency Destruction in Ecuador », in *Regional Integration in Europe and Latin America*, pp.459-513.
- PAUKER, R.P. [2002], « La crisis bancaria en el Ecuador », mimeo., Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales, ILDIS, Quito.
- PENAHERRERA, E. [2003], « Fondo de Liquidez », *Revista del Banco Central del Ecuador* 3, pp.4-5.
- PONSOT, J.-F. [2003], « The Obsession of Credibility: A Historical Perspective on Full Dollarization and Currency Boards », *International Journal of Political Economy* 33.1, pp.83-99.
- PONSOT, J.-F. [2002], *Le Currency Board ou la négation de la banque centrale : une perspective historique du régime de caisse d’émission*, Thèse, Université de Bourgogne.
- ROCHON, L.-P. & ROSSI, S. [2005], « Central Banking in the Monetary Circuit », in LAVOIE, M. & SECCARECCIA, M. (dir.), *Central Banking in the Modern World: Alternative Perspectives*, Edward Elgar, Cheltenham, pp.144-163.
- SCHULER, K. [2000], « What Use is Monetary Sovereignty? », mimeo., août, www.dollarization.org.
- TERAN, J.F. [2000], *Dolarización de cristal*, Red Saprín Ecuador, Quito.
- THERET, B. [2003], « La dollarisation : polysémie et enflure d’une notion », *Critique Internationale* 19, pp.62-83.

THERET, B. [1998], « Les dimensions sociopolitiques de la monnaie », *Revue du Marché Commun et de l'Union Economique* 422 ; reprod. in *Problèmes Economiques* 2597, pp.26-30.

